

1. Überblick

Ein aus Kapitalmarktsicht erfreuliches erstes Halbjahr 2021 mit deutlichen Kurssteigerungen liegt hinter uns. Die weltweiten Indizes konnten größtenteils zweistellige Zuwachsraten verzeichnen. Lediglich der Zinsmarkt und der Goldpreis taten sich schwer. Wie in unseren letzten Monatsberichten erläutert, erwarten wir für das zweite Halbjahr ein eher ungünstigeres makroökonomisches Umfeld. Die Wachstumsdynamik der Wirtschaft hat besonders in den USA ihren Höhepunkt erreicht und erste Diskussionen über die Reduzierung der quantitativen Lockerung gewinnen an Fahrt. Eine Phase des „Mid Term Cycles“, in der erwartungsgemäß das Momentum am Markt abnimmt und das „Stock- und Branchen-Picking“ eine stärkere Rolle spielt, sollte uns erwarten. Eine deutlichere Marktkorrektur halten wir für wenig wahrscheinlich, es scheint aber insgesamt zäher zu werden. Besonders die jüngsten Inflationszahlen in den USA verdeutlichen, dass man in eine Phase eines höheren Inflationsniveaus einmündet. Dabei liegt sowohl die Gesamtinflationsrate mit ca. 5%, als auch die PCE-Kernrate, die alle Preise ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise umfasst, mit ca. 3,8% deutlich über dem Zielniveau von 2%. Es stellt sich die Frage: Bleibt die Preissteigerung dauerhaft und wie könnte eine Reaktion der US-Notenbank FED darauf ausfallen?

Der Mensch mag als Gewohnheitstier seine Muster. Angesichts der erlebten Abnormalitäten des letzten Jahres ist es ein menschliches Verlangen, in der Geschichte ähnliche Situationen zu identifizieren und diese als Hinweis oder Maßstab auf die zukünftige Entwicklung zu nutzen. Vieles der aktuellen Entwicklungen erinnert an das Jahr 2004. Technisch gesehen war die Rezession nach dem Platzen der New Economy Blase schon 2001 beendet, allerdings sorgten die Anschläge vom 11. September dafür, dass erst 2003 die Arbeitslosenquote ihren Höchststand erreichte. Die Märkte legten allerdings eine klassische frühzyklische Rally mit starker Performance von Small Caps, zyklischen Aktien und Rohstoffen hin. Ähnlich wie heute begannen die Märkte das Jahr 2004 mit einer hohen Marktbewertung. Die heutige Bepreisung weist dabei bemerkenswerte Ähnlichkeiten mit der von Anfang 2004 auf. So betrug die Zinsaufschläge von US-Investment Grade Anleihen 96 Bp. (gegenüber 82 Bp. heute), Anleihen mit einem BB Rating hatten einen Aufschlag von 229 Bp. (heute 214 Bp.). Das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis globaler Aktien betrug im Durchschnitt damals 17 (heute 20). Die 10-jährige US-Break-Even-Inflationsrate lag bei 2,30%, während sie heute bei ca. 2,26% notiert. Der VIX-Index lag als Maßgröße für die Volatilität am Aktienmarkt bei niedrigen 15 (heute bei ca. 18). Im Jahr 2004 nahm das Wachstum zu und damit erhöhten sich ebenfalls die Inflationsraten, wie z.B. die PCE-Kerninflation von 1,7% auf 2,1%. Die Arbeitslosenquote in den USA sank von 5,7 % im Januar 2004 (heute 5,8 %) auf 5,4 % zum Jahresende. Während die Wirtschaft sich erholte, änderte sich aber die Marktstimmung. Der Aktienmarkt konsolidierte damals auf hohem Niveau und die Kreditspreads, bzw. die Zinsaufschläge, weiteten sich trotz niedrigerer Ausfallraten bei Unternehmensanleihen aus. Der USD wurde stärker und eine Branchenrotation setzte ein. Energie-, Versorger-, Industrie- und Basiskonsumwerte waren gesucht. Kurz gesagt, das Jahr 2004 stellte den Übergang von einer starken, frühzyklischen Rally in einem „Mid-Term-Zyklus“-Markt dar.

2HJ/2021:
Situation wie
2004?
Es gibt einige
Parallelen.

Marktüberblick für das 2. Quartal 2021



Damit scheint das Jahr 2004 prädestiniert zu sein, um Hinweise darauf zu geben, wie man Portfolios heutzutage gut ausrichten kann. Auf der Kreditseite bei den Unternehmensanleihen war damals eine nicht allzu risikoreiche Aufstellung ratsam, um gegen das Ausweiten von Zinsaufschlägen geschützt zu sein. Auf der Aktienseite verzeichneten „Nicht-US-Titel“ eine Outperformance und eine eher ausgewogene zyklische/defensive Branchenverteilung im Portfolio war nützlich. Dies sind Punkte mit denen wir auch heute d'accord gehen oder sie schon in den Portfolios umgesetzt haben.



Was aber unterscheidet die Situation des Jahres 2004 von der heutigen?

Nicht zuletzt erhöhte die US-Notenbank die Zinsen und zudem war 2004 ein US-Wahljahr. Die Wachstumsdynamik in China und in den Schwellenländern war längst nicht so hoch wie heute. „Quantitative Easing“ in der aktuellen Form wurde nicht angewandt, dafür aber eine Zinserhöhung der FED im Juni. Somit ergeben sich besonders in Bezug auf die Liquiditätsbereitstellung der Zentralbanken deutliche Unterschiede zu heute. Daneben erscheint aktuell ein Zinserhöhungszyklus noch in weiter Ferne. Allerdings markierte Anfang 2004 im Nachhinein die zeitliche Mitte zwischen dem Ende der Lockerung – eine letzte Senkung um 25 Bp. der FED erfolgte im Juni 2003 – und dem Beginn der Straffung, einer Erhöhung von 25 Bp. im Juni 2004 durch die FED. Dieses Zeitintervall könnte also auch für die heutige Situation mehr Aufschluss geben. Und so betonte damals – wie heute – im Januar 2004 der FED-Chairman Alan Greenspan seine Geduld in Bezug auf Zinserhöhungen. Der Markt ging von einem langsamen, weiter entfernten Straffungszyklus aus. Im Juni begann die FED dann doch mit ersten Schritten, die den Leitzins in den nächsten zwei Jahren um 425 Bp. ansteigen ließ. Das Jahr 2004 ging als ein schwieriges, aber erfolgreiches Jahr mit Kursanstiegen von 3% bis 8% in die Börsen-Annalen ein - ein möglicher weiterer Kursanstieg, der auch für das zweite Halbjahr 2021 realistisch sein könnte.

2. Unsere Einschätzungen für 2021

- Der Konjunkturaufschwung geht in die nächste Phase des „mid-term-cycle“.
- China liegt im Konjunkturzyklus zeitlich vor den USA und Europa. Damit dürfte Europa die Liquiditätsunterstützung durch ihre Zentralbank zeitlich am längsten erhalten bleiben. Dies unterstützt die europäischen Märkte.
- COVID-19: Mutationen scheinen aktuell unter Kontrolle, bleiben aber ein permanentes Risiko für die Märkte. Impfen bleibt das wichtigste Mittel gegen die Pandemie.
- Günstiges Zentralbankgeld unterstützt die globale wirtschaftliche Erholung. Der Zins dürfte mittelfristig sowohl in den USA als auch in Europa auf niedrigem Niveau bleiben und spricht langfristig weiterhin für die Anlageklassen Aktien und Gold.
- Die Inflation zieht in den USA deutlich an. Die FED wird unter Druck geraten, sollte es sich nicht nur um ein kurzfristiges Überschießen handeln.
- Die von der FED implizit ausgeübte Kontrolle der Zinsstrukturkurve kann in Kombination deutlich höherer Inflation und eines negativen Realzinses („Financial Repression“) zu einer Reduktion des Schuldenlevels durch „weginflationieren“ führen.
- Neben einer Zinsstraffung der FED bleiben ein möglicher Konflikt der Großmächte China/USA bzw. Russland/USA und neue Virus Mutationen die größten geopolitischen Risiken für die Märkte.
- Asien bleibt die Wachstumsregion in der Welt, leidet aber an Liquiditätsstraffungen der Notenbanken.
- Die Volatilität wird wieder zunehmen, bietet aber immer wieder gute Chancen für Einstiegsmöglichkeiten.

Anleihen: Inflationsraten steigen stark, aber Inflationserwartungen tendieren seitwärts. Dies führte zu einem guten Quartal für Unternehmensanleihen. Die historisch extrem hohen Kassenbestände in Relation zu aktuellen Schulden vieler Unternehmen stellen einen zusätzlichen Puffer für Anleiheinvestoren dar.

Aktien: Im aktuellen „mid-term-cycle“ wird Stock-Picking wichtiger. Europa scheint als Region attraktiver als die USA zu sein, da sie weiter und länger von der EZB monetäre Unterstützung erfährt. Wir gewichten defensive Branchen wie Gesundheit, Basiskonsumwerte und „Ernährung&Agrar“ über. Wachstumswerte aus der Technologie sollten untergewichtet werden.

Substanzanlagen: Nach der Konsolidierung des Goldpreises im ersten Halbjahr erwarten wir eine Erholung für den Rest des Jahres (Ziel: 1.900 USD). Entscheidend bleibt der Realzins in den USA.

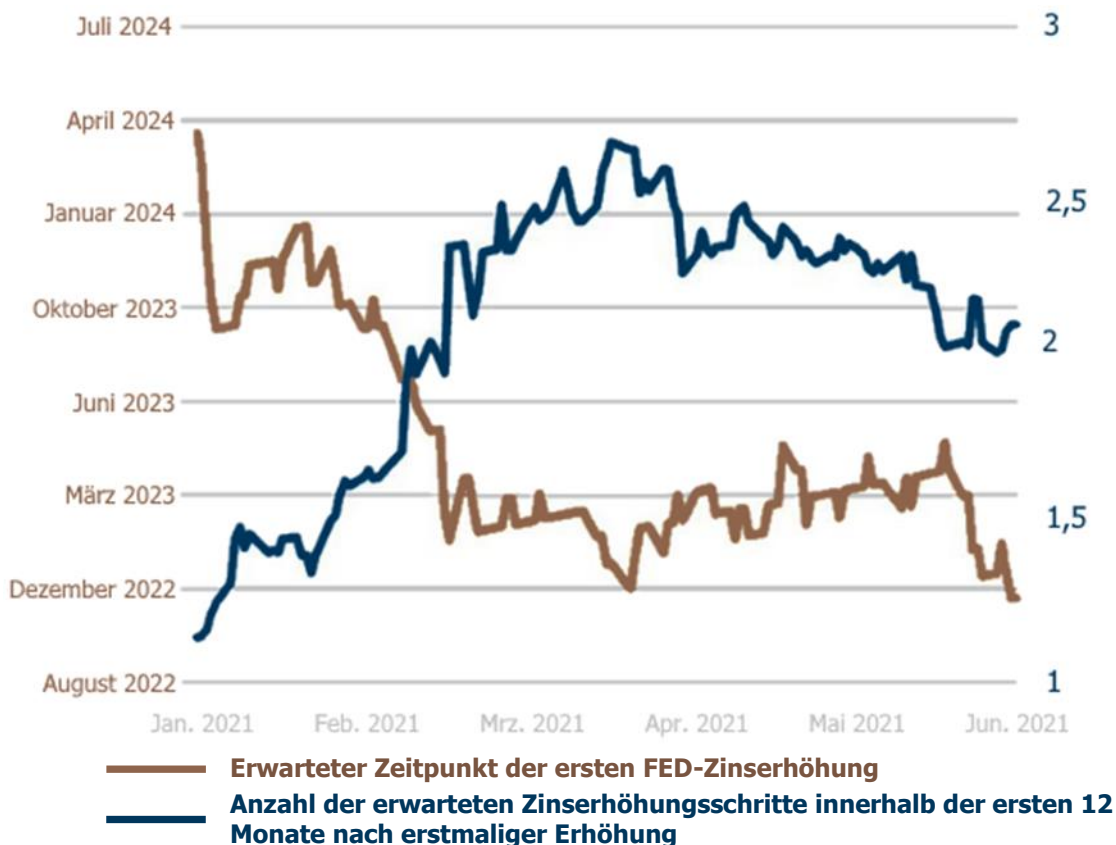
Währungen: Das „Spannungsfeld“ zwischen einer möglichen früheren Straffung der Geldpolitik in den USA einerseits und der aktuellen Rückenwind durch das dynamischere Impftempo in der Eurozone andererseits, hält den EUR/USD in der Handelsspanne zwischen 1,15 - 1,25.

3. Bericht vom Markt

3.1 USA: Folgeschwere FED-Sitzung

Einige FED-Sitzungen sind folgeschwerer als andere. Die letzte Sitzung und anschließende Pressekonferenz von FED-Chef Powell kann in diese Kategorie "äußerst folgenreich" eingeordnet werden. Entgegen allen vorangegangenen Beteuerungen wird das erste Mal über eine geringere monetäre Stimulierung in Form von Anleihekäufen, das sog. „Tapering“, gesprochen. Der anschließend starke Ausverkauf an den Aktien- aber auch Anleihemärkten – eine positive Korrelation, die eher selten zu beobachten ist – war zwar nur von kurzer Dauer, die dadurch ausgelöste Unsicherheit bei den Investoren bleibt dafür nachhaltig. Legitime Fragen über die Richtung der Geldpolitik und die Reaktion der FED stehen nun im Mittelpunkt der Interessen der Marktteilnehmer. Schließlich sind die Erinnerungen und Auswirkungen an das "Taper-Tantrum" von 2013 mit den negativen Auswirkungen auf den Rentenmarkt noch sehr präsent und in der Erinnerung der Anleger. Wenn man zusätzlich berücksichtigt, welche Rolle die ultra-lockere Politik der FED bei der Entwicklung der Märkte seit Beginn der COVID-19-Krise gespielt hat, haben die erhöhten geldpolitischen Unsicherheiten tiefgreifendere Folgen. Der vom Markt erwartete Zeitpunkt für Zinserhöhungen in den USA hat sich seit der letzten FED-Sitzung um drei Monate nach vorne verschoben (siehe nachfolgende Grafik - kupferfarbene Linie), wobei der Treasury-Markt nun mit der ersten Zinserhöhung im Dezember 2022 rechnet.

Aktuelle Erwartungshaltung erster FED-Zinserhöhung im **Dezember 2022** und **2 weiterer Zinsschritte** in den darauffolgenden 12 Monaten



Quelle: Morgan Stanley; Bloomberg

Ironischerweise zeigen die „Dots-Markierungen“ (Zinsprognosen der FED), dass die US-Notenbank ein Tempo von 3-4 Zinserhöhungen pro Jahr nach der ersten Zinserhöhung erwartet, obwohl der Markt derzeit nur etwa 2 Zinserhöhungen in den ersten 12 Monaten nach der ersten Zinserhöhung erwartet (siehe blaue Linie in der Grafik). Grund dafür sind die in der Vergangenheit immer wieder abweichenden Zinsprognosen der FED und der dann tatsächlich umgesetzten Zinsanpassungen. In den nächsten zwei Jahren kann konjunkturell sicherlich noch einiges passieren. Vor dem Hintergrund der letzten Aussagen der FED eines eher flexiblen durchschnittlichen Inflationsziels (FAIT, „Flexible



Average Inflation Targeting“) und auch auf die Berücksichtigung der Arbeitslosenentwicklung in den USA signalisierte die letzte Sitzung allerdings eine überraschend „hawkische“ Aussage, was steigende Zinsen und Liquiditätsverknappung bedeutet.

Damit nimmt die FED eine Kehrtwende vor, die das Vertrauen des Marktes in FAIT deutlich verringert hat. Die Aussichten in Bezug auf eine Erholung des Arbeitsmarktes schätzt die FED deutlich positiver ein als die jüngsten Daten, die die Erwartungen eher enttäuscht haben. Zudem räumte Notenbankchef Powell gewisse Aufwärtsrisiken für die Inflation ein, nachdem er diese in den letzten Monaten konsequent als „vorübergehend“ bezeichnet hatte. Es bleibt also spannend, wann und wie die FED die „Forward-Guidance“ geben wird und wann mit dem tatsächlich ersten Zinsschritt begonnen wird – wir vermuten in 2023. Sowohl die tatsächliche als auch die vermeintliche Änderung der Politik der FED wird die Marktunsicherheiten erhöhen. In diesem Umfeld würden sich die Auswirkungen positiver Daten zur Beschäftigung in den USA sowie weiter steigende realisierte und erwartete Inflation negativ auf die Märkte auswirken. Stärkere Wirtschaftsdaten könnten die aktuell „hawkische“ Tendenz verstärken und die FED früher aktiv werden lassen. Dagegen spricht allerdings das Auslaufen der staatlichen Unterstützungsprogramme ab September, die besonders die Lohnzuwachsrate etwas relativieren dürften. Das „Goldilocks-Szenario“, also die Kombination schwach wachsender Konjunktur und aktiver, expansiver Notenbankpolitik dürfte in den USA langsam seinen Höhepunkt erreicht haben. Spannend wird der Prozess sein, die Stimulierung nicht überstürzt zurückzuführen und damit die Märkte in massive Probleme zu stürzen.

3.2 *Eurozone: Nachzügler zu den USA / Bundestagswahl September*

Gegenüber der FED wird bei der EZB nicht einmal im Ansatz an eine monetäre Bremsung gedacht. Die weitere Stimulierung in Europa sollte somit höher sein als in den USA. Direkte Auswirkungen dürfte dieses auf den EUR haben, der gegenüber dem USD weiter an Wert verlieren könnte. Gleichfalls bleiben die Staatsdefizite der Euroländer mit Ausnahme Deutschlands weiterhin hoch.

Da Asien unter der zurückhaltenden Konjunkturpolitik Chinas durch sinkende Kreditanreize leidet, könnte auf absehbare Zeit Europa im weltweiten Vergleich die günstigste Konjunktorentwicklungsprognose aufweisen. Globale Anleger könnten Europa dann als attraktivsten Wirtschaftsraum betrachten und zunehmend wiederentdecken. Dafür spricht, dass die Inflation von ca. 2% derzeit kein großes Problem darstellt und somit von Seiten der Notenbank die monetären Ampeln weiter auf Grün stehen. Ebenfalls haben die Lockdowns der europäischen Länder in der Corona Pandemie im 1. Quartal dafür gesorgt, dass Europa die Wirtschaft erst spät wieder vollständig hochfahren konnte. Somit verzögert sich die Erholung und lässt Europa zum attraktiven „Nachzügler“ werden. Vor ein paar Tagen startete zudem der EU-Recovery Fonds mit den ersten Zahlungen an seine Mitgliedsstaaten.

Ende September steht die Bundestagswahl in Deutschland auf dem Programm. Grundsätzlich spielen Wahlen für die Börse nur eine kurzfristige Rolle, in diesem Fall kann diese aber für Europa doch eine Art Signalwirkung haben. Die drei Kanzlerkandidat*innen könnten unterschiedlicher nicht sein. Während der Partei BÜNDNIS90/DIE GRÜNEN eine Zeit lang in den Umfragen gute Chancen auf das Kanzleramt eingeräumt wurden, scheint in den letzten Wochen die Union mit CDU/CSU die Nase wieder vorn zu haben. Die SPD scheint aktuell abgeschlagen. Drei Monate bis zur Wahl lassen aber noch einiges an Überraschung zu. Der Wähler steht vor der Aufgabe, Deutschland vor den globalen Herausforderungen politisch neu zu positionieren. Klimaneutralität und erneuerbare Energien wollen fast alle Parteien, allerdings unterscheiden sich die Programme stellenweise massiv, wenn es um die Strategien und Maßnahmen geht. So bleiben neben dem Klima die Erhaltung des Wohlstandes und Europa wichtige Themen. Da Deutschland neben Frankreich eine der europäischen Führungsnationen ist, kommt der Wahl am 26. September auch über Europa hinaus eine wichtige Bedeutung zu.

3.3 *China: Der globale Schrittmacher*

China ist bei der globalen Konjunkturerholung im Zyklus am weitesten vorangeschritten. Aus diesem Grund „tapert“ die Notenbank PBoC schon seit einiger Zeit, welches die Aktienmärkte mit einer deutlichen „Underperformance“ quittieren. Das Wirtschaftswachstum wird in diesem Jahr vermutlich deutlich über dem Zielwert von 6% liegen, die aktuelle Konsensprognose liegt bei 8 - 8,5%. Die ersten Aktionen des neuen US-Präsidenten zeigen, dass China neben Russland in Zukunft mehr Angriffen der USA ausgesetzt sein wird. China ist die einzige Macht, die Amerika technologisch, ökonomisch und militärisch übertreffen könnte. Biden aber hat im Gegensatz zu seinem Vorgänger



Donald Trump erkennt, dass die USA über ein weltumspannendes Bündnissystem verfügen, das China nicht mit seinem Fünfjahresplan aus dem Boden stampfen kann. Auf dem G7-Gipfel drängte Biden das noch zögernde Europa auf seinen aggressiven Kurs gegenüber Peking einzuschwenken – und erhöhte vor allem den Druck auf die großen asiatischen Nationen Indien, Südkorea und Japan, sich im Konflikt der beiden Supermächte klar auf die amerikanische Seite zu stellen. China reagierte mit Drohungen gegen Japan, welches eines der G7-Länder mit dem höchsten Exportanteil nach China ist. Die Chinesen sind sich ihrer Qualitäten bewusst und werden in Zukunft ihre Produktivität durch altersbedingtes Ausscheiden gering qualifizierter Arbeitnehmer und Ersetzen durch hoch qualifizierte, junge Arbeitnehmer deutlich steigern können. Ihr Ziel – wie im letzten Fünfjahresplan von der Zentralregierung definiert – alle wichtigen Güter in sensiblen Bereichen selbst produzieren zu können, nimmt weiter Fahrt auf. Damit wird China immer unabhängiger und weitet seine Macht auf der Weltbühne unabhängig von weitgehenden Sanktionen anderer Staaten aus. Allerdings ist China auf Bündnisse angewiesen. Aus unserer Sicht wird es trotzdem äußerst schwer den Aufstieg China's zu einer Weltmacht langfristig komplett zu verhindern. Gerade exportlastige Länder wie Deutschland, aber genauso Japan, könnten am Ende die Verlierer einer bipolaren Welt mit China auf der einen und den USA auf der anderen Seite werden, in der beide Machtzentren „bedient“ werden müssen, ohne den jeweils anderen zu verärgern.

4. Aktienmarkt

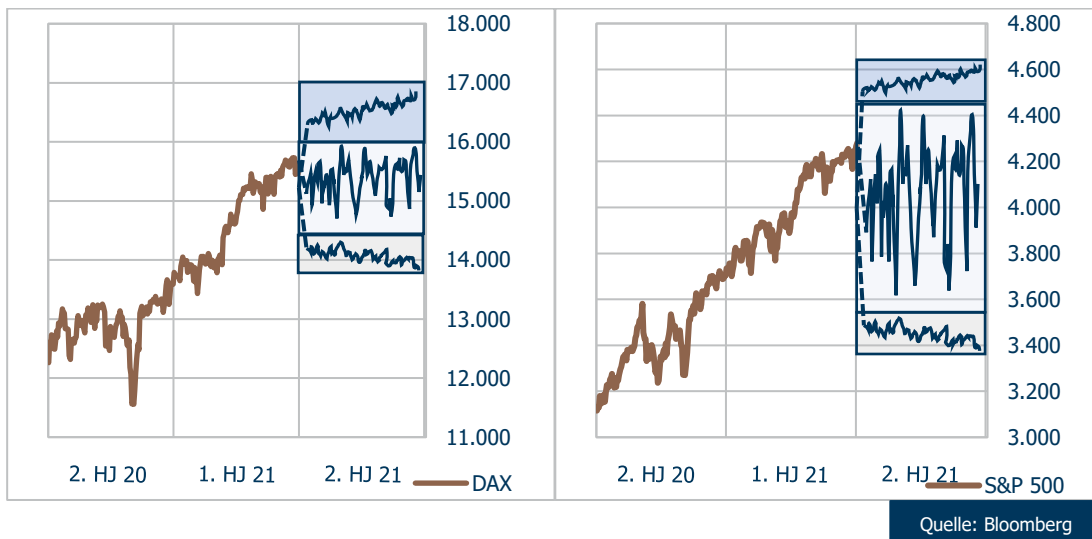
4.1 *FED sorgt für Unruhe / Europa interessanter als die USA*

Die Aussagen auf der letzten FED-Sitzung können am Aktienmarkt kurzfristig zu mehr Unsicherheit und Volatilität führen und bestätigen unsere Entscheidung, Risiken in den Depots graduell zu reduzieren. Langfristig bleiben wir positiv für Aktieninvestments aufgrund des historisch niedrigen Zinsumfeldes und der weiterhin hohen Liquidität an den Märkten.

Seit 2018 zeigen sich Aktien allerdings empfindlicher gegenüber steigenden Realrenditen. So kann ein negativer Zusammenhang zu den Bewertungen beobachtet werden. Dabei dürften besonders in den USA die Wachstumsaktien von einem Zinsanstieg am stärksten belastet sein. Die Veröffentlichung von weiterhin hohen Inflationsraten und die damit einhergehenden Zinssteigerungen muss daher genau beobachtet werden. Ziehen allerdings gleichermaßen die Konjunkturzahlen weiter an, dürften konjunkturabhängige Valuetitel, wie z.B. Bau- oder Luxusaktien, oder gute Dividendenwerte, wie z.B. Versicherungs- und Energietitel, ihren Kursanstieg aufgrund steigender Gewinnentwicklungen fortsetzen. Gleiches gilt für den Fall, dass Realrenditen vor dem Hintergrund einer wieder sinkenden Inflation steigen. In diesem Fall bleiben die Fundamentaldaten nach wie vor der wichtigste Treiber für die Börsen, was defensive Aktieninvestments begünstigen würde. Die Möglichkeit einer Branchenrotation nimmt bei den Anlegern somit zu. In der Zukunft spricht also vieles dafür, dass Valuetitel die Wachstumstitel aus dem Technologiebereich „outperformen“ können. Defensive Branchen mit Wachstumsaussichten wie Gesundheit, Ernährung&Agrar, Basiskonsum, Versorger, aber ebenfalls Energieaktien scheinen vor dem beschriebenen Szenario besonders interessant. Aus unserer Sicht gibt es aktuell immer noch interessante Investitionssegmente mit attraktiven „Chance/Risiko“-Verhältnissen. Richtung Herbst könnte es allerdings sinnvoll erscheinen, aufgrund evtl. zunehmender Unsicherheiten durch die Wahl in Deutschland oder belastende Faktoren auf der US-Zinsseite, sich noch ein wenig defensiver auszurichten.

4.2 *Gedämpfter Optimismus*

Aus unserer Sicht werden sich den Sommer über – trotz saisonal gutem Juli – Bewegungen primär unterhalb der Indexoberfläche abspielen und somit die Branchenrotation und das Stock Picking mehr an Bedeutung gewinnen. Wir sehen in Bezug auf unsere halbjährige Index Prognose nur begrenztes Kurspotenzial nach oben. Europäische Indizes halten wir aufgrund der steigenden Realzinsen für attraktiver als ihre amerikanischen Pendanten. Wir erwarten für den DAX mit einer 50%-igen Wahrscheinlichkeit, dass er sich über 14.500 Punkten halten sollte und die Möglichkeit von ca. 3 - 7% nach oben besitzt. Für den S&P 500 ist unsere Erwartung aufgrund der steigenden Realzinsen in den USA etwas gedämpfter. Wir sehen hier zum Jahresende eine Bandbreite von 3.550 – 4.450 mit einer 60%-igen Wahrscheinlichkeit.

**DAX Ende 2021:**

20% unter 14.500
50% zw. 14.500 und 16.000
30% über 16.000

S&P 500 Ende 2021:

20% unter 3.550
60% zw. 3.550 und 4.450
20% über 4.450

5. Anleihenmarkt

5.1 *Inflationsraten steigen stark, aber Inflationserwartungen tendieren seitwärts*

Die erfolgte Rücknahme der pandemiebedingten Einschränkungen in vielen Ländern verursachte einen schnellen Anstieg der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen. Andererseits führten die zu beobachtenden Engpässe in vielen Lieferketten zu einer deutlich anziehenden Inflation. Insbesondere in den USA markierten die Verbraucherpreise im Mai 2021 einen mehrjährigen Höchststand mit einer Jahresrate von 5%. Ein „Pausieren“ des Inflationsanstiegs deutet bereits der Juni an, wo die vergangene Woche publizierte Inflationsrate in der Eurozone bei 1,9% auf Jahresbasis lag. Wie erwartet kam die Inflation im Juni nach dem starken Anstieg im Mai etwas zurück und lag für den Monat etwas unter dem EZB-Korridor. Güterpreise stiegen weiter an, im Services-Bereich und im Energiesektor gab es einen Rückgang. Trotz dieser Inflationsdaten fielen im abgelaufenen Quartal die Renditen eher, was eine wesentliche Erkenntnis mit sich bringt: Eine gute Einschätzung darüber, wie Investoren für eine wirtschaftliche Entwicklung positioniert sind, ist mindestens so wichtig wie die Einschätzung über die wirtschaftliche Entwicklung selbst. Denn sehr hohe Shortpositionen auf amerikanische Staatsanleihen führten bei nicht mehr weiter steigenden Renditen zu einem Glattstellen dieser Positionen, was fallende Renditen nach sich zog.

Ein weiterer – vermutlich vorübergehender – Inflationsanstieg, getrieben durch die geringere Mehrwertsteuer in Deutschland sowie den Reflationstrend durch die Wiedereröffnung im Sommer, ist im weiteren Jahresverlauf allerdings wahrscheinlich.

Ebenfalls werden die weiter vorherrschenden Lieferengpässe sowie sehr hohe Kapazitätsauslastungen wichtiger Schlüsselindustrien die Inflationsraten bis Jahresende weiter steigen lassen. Laut Umfrage des Münchener Ifo-Instituts ist beispielsweise die Kapazitätsauslastung der Deutschen Industrie mit 88% so hoch wie seit 2007, kurz vor Ausbruch der Finanzkrise, nicht mehr. Eine weitere Erhöhung der Kapazität ist kurzfristig nicht umsetzbar. Da in der Chemieindustrie ca. 40% der Produktion als Vorprodukte für andere Branchen benötigt werden führt dies andernorts ebenfalls zu Engpässen, was zu Preissteigerungen führen kann.

Da aber keine strukturelle Güterknappheit besteht und Nachholeffekte endlich sind, sollte sich die Lage mittelfristig entspannen.

Die EZB sollte aber durch dieses kurzfristige Überschreiten des Inflationsziels hindurchblicken und sich auf den mittelfristigen, schwächeren Trend fokussieren. Einige Analysten, wie auch die EZB selbst, erwarten eine durchschnittliche Kerninflation von 1,9% in 2021 und 1,4% in 2022.

Weiterhin wird es wichtig sein, die Inflationserwartungen in den USA und der Eurozone in enger Beobachtung zu belassen. In den USA erwartet der Markt aktuell eine längerfristige durchschnittliche Inflation von ca. 2,35% und somit tiefer als noch vor zwei Monaten. Selbst der starke Maianstieg von 5% führte nicht zu weiter steigenden Inflationserwartungen. Auch die langfristigen Inflationserwartungen in der Eurozone, wie im Marktbericht Q1 2021 dargestellt, notierten im abgelaufenen Quartal seitwärts und mit 1,6% immer noch deutlich unterhalb des EZB-Zielwertes von 2%, was die Notwendigkeit eines geldpolitischen Wechsels zusätzlich unwahrscheinlich macht.

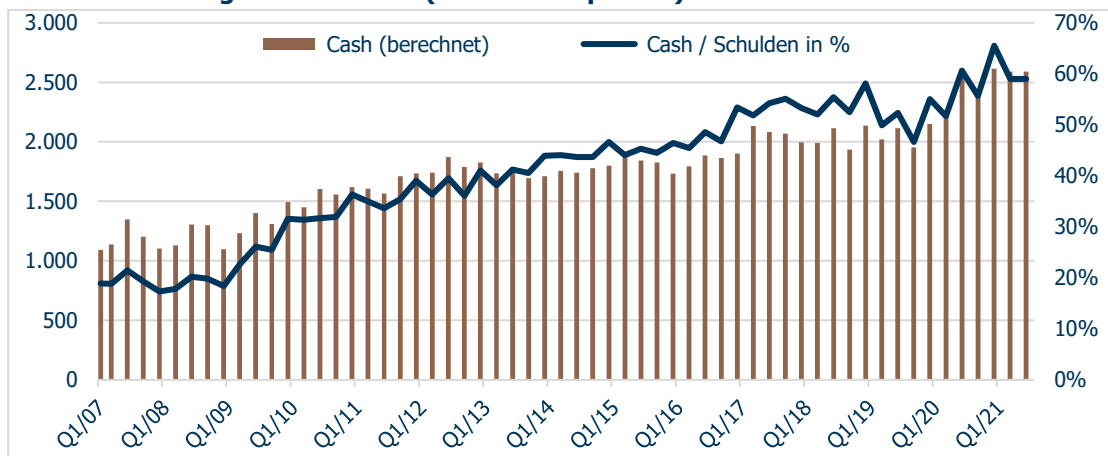
Im weiteren Jahresverlauf erwarten wir eine Handelsspanne für zehnjährige Bundesanleihen zwischen 0% und -0,40% und für die amerikanischen Pendanten zwischen 1,40% - 1,80%.

5.2 Unternehmensanleihen: Cashbestände vielerorts weiter auf hohem Niveau

Insbesondere Unternehmensanleihen konnten sich im Fahrwasser der weiter voranschreitenden wirtschaftlichen Erholung im abgelaufenen Quartal positiv entwickeln, wobei sich Hochzins- und Hybridanleihen am besten entwickeln konnten.

Die coronabedingte Rekordverschuldung am Beispiel der Unternehmen im STOXX600 konnte seit dem Höchststand im zweiten Quartal 2020 gemäß Bloomberg mittlerweile wieder um 31% reduziert werden. Ferner sind die Cashbestände weiterhin sehr hoch. In den letzten zwölf Monaten haben viele Unternehmen Liquidität „auf Vorrat“ durch Ziehen von Kreditlinien und das Begeben von Anleihen der Unternehmenskasse zugeführt. Das Verhältnis Cash / Schulden notiert im Durchschnitt bei den im STOXX600 gelisteten Unternehmen auf einem historischen Höchstwert von knapp 60% (siehe Grafik) und bietet dem Anleihegläubiger eine zusätzliche Sicherheit.

Cash-Ausstattung Unternehmen (STOXX Europe 600)



Quelle: Bloomberg

Die relative Attraktivität von Unternehmensanleihen bleibt weiter bestehen, da sich mit defensiven Rentenanlagen, wie soliden Staatsanleihen und Pfandbriefen, trotz leicht erhöhtem Zinsniveau immer noch kaum positive Renditen erzielen lassen.

Im abgelaufenen Quartal konnten sich die Anleihen von GRENKE weiter erholen, nachdem der Jahresabschluss testiert wurde und notwendige personelle Umbesetzungen in die Wege geleitet wurden. Die Anschuldigungen eines Leerverkäufers, u.a. Betrug, Geldwäsche, konnten restlos entkräftet werden.

6. Währungen

Im abgelaufenen Quartal gab es bei den wichtigsten Währungspaaren nur geringe Bewegungen. Nachdem sich zum Beispiel der EUR/USD im April / Mai von 1,18 auf 1,22 abschwächte, beendete das Währungspaar das Quartal bei 1,1860 nahezu unverändert.

Für den EUR/USD erwarten wir weiterhin die zu Jahresbeginn genannte Handelsspanne zwischen 1,15/1,25. Einerseits sollte die Antizipation einer zeitlich früheren Straffung der Geldpolitik – eine erste Zinserhöhung geschieht womöglich bereits Ende 2022 – in den USA vs. Europa im Jahresverlauf zu einer Ausweitung der Zinsdifferenz führen, was für einen stärkeren USD spricht. Andererseits verleiht die aktuell dynamischere Impfkampagne in Europa der Einheitswährung mehr Rückenwind. Des Weiteren könnte der immense Kapitalbedarf der USA zur Finanzierung des Infrastrukturpakets zu einem Mehrangebot an USD führen, was eher für schwächere Notierungen sprechen würde. Dieses „Spannungsfeld“ mit teilweise sich ausgleichenden Tendenzen bekräftigt unsere Erwartung, dass der EUR/USD in der genannten Handelsspanne „gefangen“ bleibt.

7. Gold

Der Goldpreis konnte sich vom schwachen 1. Quartal nur leicht erholen. Bis Ende Mai konnte die 1.900 USD Marke wieder zurückerobert werden. Im Juni erzielte Gold dann allerdings mit minus 7% den größten Monatsverlust seit November 2016. Dabei belastete die Ankündigung der FED früher als bislang geplant mit ersten Zinserhöhungen beginnen zu wollen das Edelmetall. Schon Ende 2022 / Anfang 2023 und damit früher als bislang geplant könnte mit ersten Zinserhöhungen begonnen werden. Zudem haben die Diskussionen um eine Verringerung der Anleihenkäufe in den USA begonnen. Beide Maßnahmen würden dazu führen, dass der aktuell negative und für Gold wichtige Realzins ansteigen sollte. Als weiterer Belastungsfaktor erwies sich der aufwertende USD, mit dem der Goldpreis für gewöhnlich negativ korreliert ist.

Aus unserer Sicht sollten alle genannten Faktoren aber eher temporärer Natur sein. Technisch ist Gold überverkauft und der Optimismus hat merklich nachgelassen. Wir erwarten einen Goldpreis, der sich wieder in Richtung von 1.900 USD/Unze zum Jahresende bewegen sollte. Gold bleibt für uns eine Krisenwährung und ein wertstabiler Anker in den Portfolios.

Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.